

学校编码: 10384
学号: 17520111151188

分类号__密级__
UDC__

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

风险投资对 IPO 盈余管理的影响
——来自创业板的实证研究

The Effect of Venture Capital on Earnings Management:
Evidence from GEM

谢丽英

指导教师姓名: 苏新龙教授
专 业 名 称: 会 计 学
论文提交日期: 2014 年 04 月
论文答辩时间: 2014 年 05 月
学位授予日期: 2014 年 06 月

答辩委员会主席: _____
评阅人: _____

2014 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

近几年来,随着风险资本在全球经济发展中所起的作用越来越大,有关风险投资问题成为资本市场关注焦点之一,与此相关的学术研究也随之兴起。2009年10月深圳创业板市场的成功推出,标志着我国在构建多层次资本市场方面得到进一步的完善。创业板市场不仅为亟需发展资金的中小企业提供融资服务,而且为国内风险资本提供了良好的退出渠道,因此越来越多的风险资本选择通过协助中小企业在创业板市场首次公开募股(IPO)的形式实现资本的增值,并获取丰厚的投资回报。然而,不少企业为了尽快获得稀缺的上市资格、抬高股票发行价格,往往通过盈余管理的手段对公司财务状况进行修饰,阻碍了资本市场发挥其资源配置的作用,也不利于创业板市场的健康发展。

目前,学术界关于风险投资的功效主要有三种观点,第一种观点是“认证假说”,第二种观点是“监督假说”,第三种观点是“躁动假说”,前两种观点从正面肯定风险投资对于上市企业的积极作用;第三种观点则从负面角度认为风险投资会对所投资企业会产生不利影响。从各国目前的研究来看,风险投资在企业上市前后是会带来积极的认证监督功效,还是负面的躁动效应,学术界尚未得出统一的结论。

本文选取2009年10月至2012年10月期间在中国深圳创业板上市的公司为初始样本,考察风险投资机构与上市公司IPO盈余管理的关系,分别从风险投资参与与否、第一大风险投资股东的性质以及风险投资机构声誉三个方面来进行实证分析。实证结果表明,风险投资背景的存在能在一定程度上减少上市公司的盈余管理程度,但风险投资机构在上市公司中的持股比例超过10%且在董事会中占有席位并不能有效地减少上市公司的盈余操纵行为,说明风险投资机构对创业企业的认证、监督作用的发挥尚不明显。另外,风险投资机构的声誉越高,上市公司IPO盈余管理程度越低,说明在我国创业板市场中存在“躁动效应”。

关键词: 风险投资; 盈余管理; 创业板

Abstract

In recent year, Venture capital plays an important role in the development of global economy and academic research about VC also be the center of attention. The successful launching of GEM in Shenzhen makes contribution to our multi-level capital market system. GEM not only provides financial services for SMEs, but also supply a good way for the venture capital investors to exit their investment. So more and more venture capital choose helping SMEs to be listed on the GEM ,so they can realize capital appreciation. However, in order to be listed on the GEM as soon as possible or raise the issue price, many enterprises take measures of earnings management to modify the financial statement. It hinders the capital market from playing a fundamental role in resources distribution and restricts the development of GEM.

There are three main academic viewpoints about the effectiveness of VC: Certification hypothesis, Monitoring hypothesis and Grandstanding hypothesis. The first two viewpoints affirm the positive effects of venture capital, the third viewpoint holds a negative point of VC. So far academic has not yet come to a unified conclusion that which one seems to be in the ascendancy.

In this paper, I select 355 SMEs listed on the GEM during October 2009 to October 2012 as the sample , in order to delve into the effect of venture capital on earnings management of GEM IPOs. Results of regression model show that earnings management is ubiquitous in GEM; VC-backed SMEs show less earnings management; even VC become important stockholders of IPOs, they don't have positive effect on reducing earnings management of IPOs; and the "Grandstanding Effect" exists in Shenzhen GEM.

Key Words: Venture Capital; Growth Enterprise Market (GEM);
Earnings Management

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	4
1.2 文献综述	5
1.2.1 国外文献综述	5
1.2.2 国内文献综述	7
1.3 研究方法及其研究内容	10
1.3.1 研究方法	10
1.3.2 研究内容	10
1.4 研究创新点	11
第二章 风险投资与盈余管理的理论分析	12
2.1 风险投资相关理论	12
2.1.1 风险投资的概念及特征	12
2.1.2 我国风险投资的制度背景和发展现状	15
2.1.3 创业板与风险投资之间的关系	19
2.2 盈余管理相关理论	21
2.2.1 盈余管理的概念	21
2.2.2 创业板上市公司盈余管理的主要原因	22
2.2.2 盈余管理的计量模型	23
2.3 风险投资与 IPO 公司盈余管理之间的逻辑关系	26
第三章 实证研究设计	28
3.1 研究假设及依据	28
3.2 样本选取及数据来源	29
3.3 变量选取	30
3.3.1 被解释变量	30
3.3.2 主要解释变量	30
3.3.3 控制变量	31

3.4 模型构建	33
第四章 实证结果分析	35
4.1 样本的描述性统计	35
4.2 检验结果	39
4.2.1 盈余管理程度的计量	39
4.2.2 变量相关性分析	40
4.2.3 多元回归分析	42
第五章 研究结论及建议	46
5.1 研究结论	46
5.2 研究建议	47
5.2.1 完善创业板市场制度	47
5.2.2 加快风险投资行业建设	50
参考文献	52
致谢	55

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background and Significance of the Research	1
1.1.1 Background of the Research	1
1.1.2 Significance of the Research	4
1.2 Literature Review	5
1.2.1 Foreign Literature Review	5
1.2.2 Domestic Literature review	7
1.3 Research Methods and Research Contents	10
1.3.1 Research Methods	10
1.3.2 Research Contents	10
1.4 Innovative Point of the Research	11
Chapter 2 Theory of Venture Capital and Earnings Management	12
2.1 Theory of Venture Capital	12
2.1.1 Concept and Features of Venture Capital	12
2.1.2 System Background and Development Situation of Venture Capital in China	15
2.1.3 Relationship between GEM and Venture Capital	19
2.2. Theory of Earnings Management	21
2.2.1 Concept of Earnings Management	21
2.2.2 Motivation of Earnings Management	22
2.2.2 Model of Earnings Management Metrics	23
2.3 Relationship between Venture Capital and Earnings Management	26
Chapter 3 Empirical Design	28
3.1 Hypothesis	28
3.2 Data and Samples	29
3.3 Variables	30
3.3.1 Dependent Variables	30

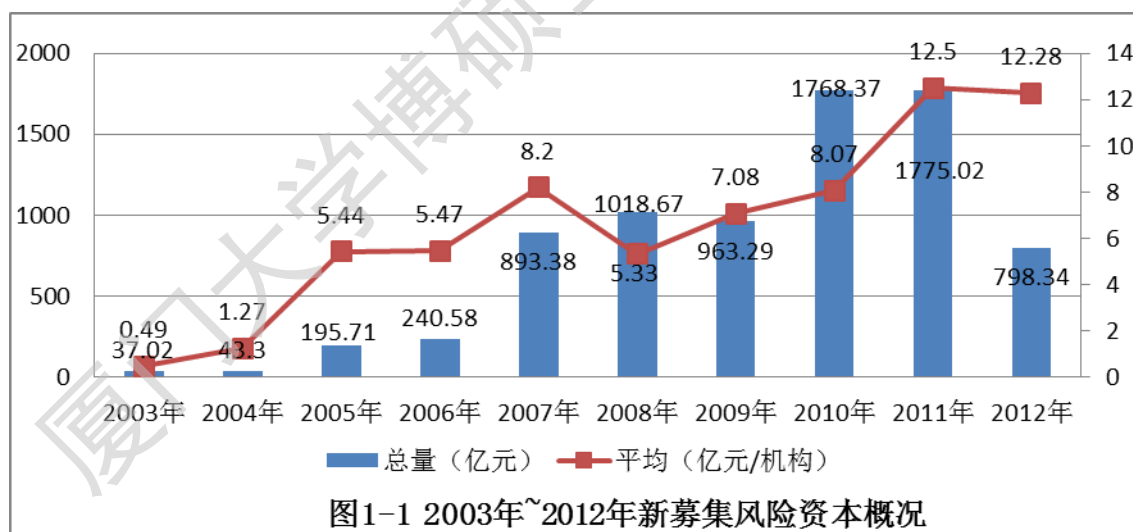
3.3.2 Independent Variables.....	30
3.3.3 Control Variables.....	31
3.4 Conceptual Mode.....	33
Chapter 4 Data Analysis.....	35
4.1 Descriptive Statistics.....	35
4.2 Empirical Findings and Analysis.....	39
4.2.1 Earnings Management Metrics.....	39
4.2.2 Variable Correlation Analysis.....	40
4.2.3 Multiple Regression Analysis.....	42
Chapter 5 Conclusions and Suggestions.....	46
5.1 Conclusions.....	46
5.2 Suggestions.....	47
References.....	52
Acknowledgments.....	55

第一章 绪论

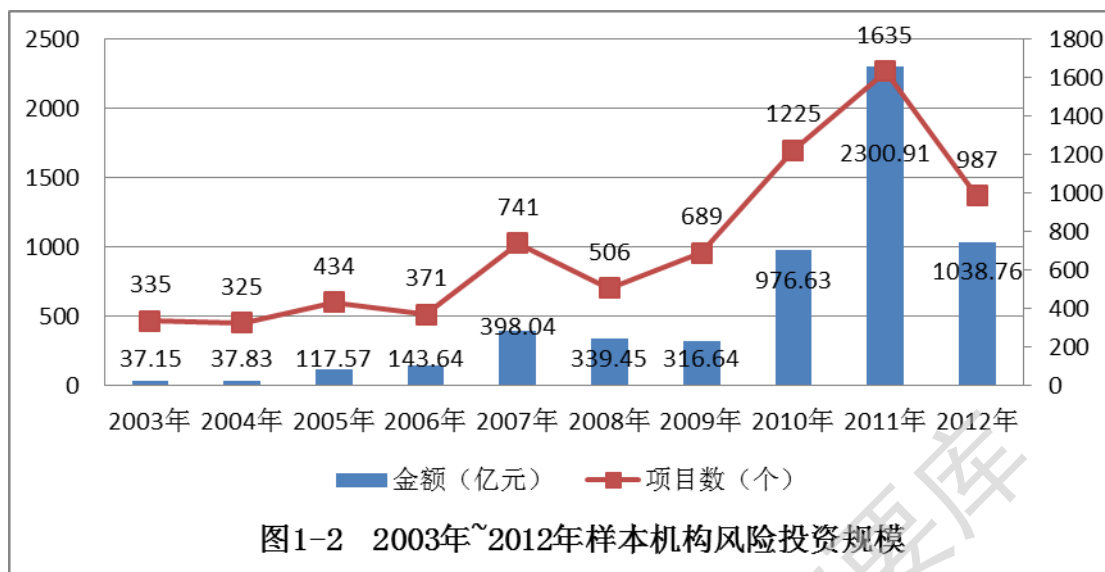
1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

1985 年发布的《中共中央关于科学技术体制改革的决定》中指出：“对于变化迅速、风险较大的高技术开发工作，可以设立创业投资给予支持。”这是风险投资在我国最早的政策保障。而标志着风险投资真正进入中国是同年“中国新技术创业投资公司”的成立，它是我国第一家风险投资公司。从 20 世纪 80 年代中期我国开始引入风险投资，经过近 30 年的时间，我国的风险投资行业进入新的发展阶段，并不断促进我国经济的持续发展。近十年来，我国风险投资行业正在迅速发展，吸引越来越多国内外投资者的目光。



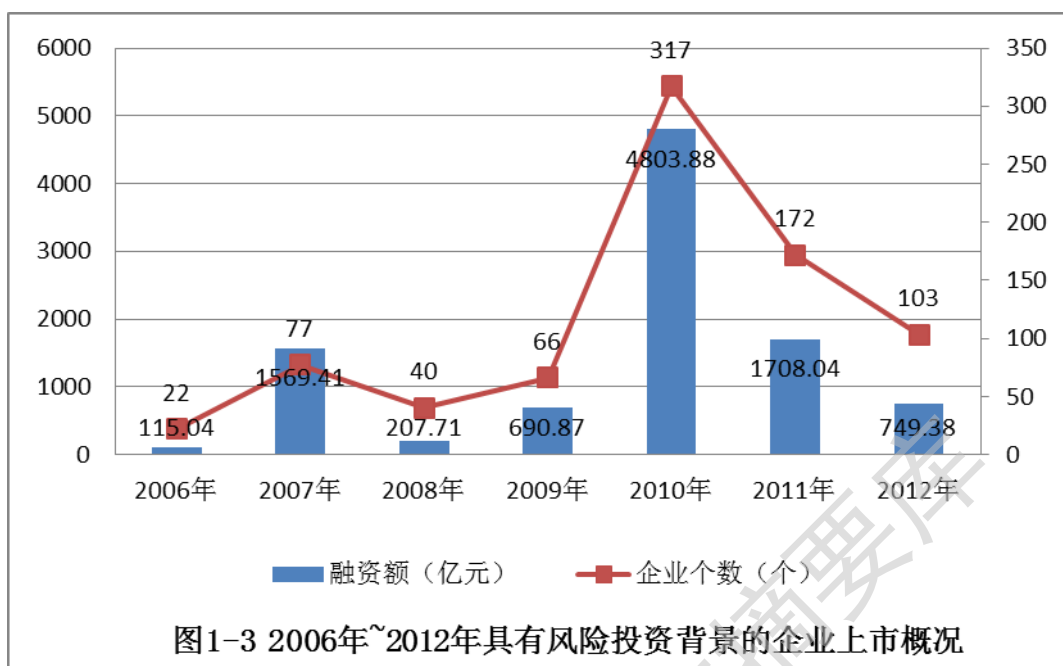
资料来源：CVCRI



资料来源：CVCRI

从图 1-1 和图 1-2 可以看出我国风险投资市场募集资本总额和风险投资规模在 2003~2012 年间呈现稳步增长的发展趋势，尤其在 2009~2011 年间增长幅度最大。而在 2008 年和 2012 年则有所下降，主要是受到金融危机、世界经济持续低迷及欧债危机愈演愈烈的影响。

随着 2009 年 10 月创业板的成功推出，创新型中小企业获得良好的融资平台，高成长企业得到资金上的保障。同时，创业板具有相对完善的资本进入和退出机制，越来越多的风险投资机构选择通过帮助企业首次公开募股（IPO）的形式实现资本增值，以获取丰厚的投资回报，而这一过程加快了我国中小企业资本的流通速度。风险投资机构在所投资公司准备上市阶段，会参与到其生产经营管理及上市中介机构、上市时机等的选择，从而会对所投资公司的 IPO 过程产生重大的影响。



资料来源：CVCRI

从图 1-3 可以看出，近几年来，上市公司中具有风险投资背景的企业不断增长，在资本市场中的融资额也不断上涨，并在 2010 年达到最高峰。而 2008 年和 2011 年因受到金融危机和欧债危机的影响，有风险背景上市公司的融资额和企业个数均有不同程度的下降。截止 2014 年 2 月，共有 380 家公司成功跻身深交所创业板，募集资金总额超过 2200 亿元。不断发展壮大的创业板市场，在促进高科技型、创新型、具有良好成长性的中小企业的发展方面具有越来越重要的地位。创业板不仅带来资本市场多层次的发展，也给我国经济的快速发展注入了新的活力。创业板的成功推出给我国风险投资、私募股权等民间资本注入新的活力和发展空间，从而促使我国逐渐形成资本市场、民间资本和中小企业之间良性循环互动的格局。

在创业板上市的企业以具有较高成长性的中小创新型企业居多，为了满足自身众多的投资需求和发展需要，这些企业亟需通过在创业板上市募集大量资金。另外，拟上市公司与潜在投资者之间存在严重的信息不对称，这是很多创业板市场上市公司在 IPO 前采取各种手段进行盈余管理的主要动因。

同时，国外学术界许多实证研究表明，风险投资在企业 IPO 的过程中发挥认证、监督功能，能够在一定程度上抑制拟上市公司的盈余管理行为。另外，风险投资机构出于自身名誉资本的考虑会监督高管行为并减少高管出于自身利益

而进行盈余管理的可能性。但风险投资的逐利性表明风险投资机构出于自身利益最大化的目的，为了催促所投资公司早日上市发行，很可能对所投资企业的盈余管理行为视而不见甚至要求其使用盈余管理手段粉饰财务报告，从而误导潜在投资者。大部分欧美成熟资本市场的实证研究表明，有 VC 背景能够有效减少企业在 IPO 过程中的盈余管理。然而，针对中国这样一个新兴的、不成熟的资本市场，风险投资是抑制还是促进企业在 IPO 过程中盈余管理行为还存在很大不确定性。

1.1.2 研究意义

近几年，国外学者关于风险投资与 IPO 的研究主要集中于“风险投资公司和创业企业相互作用和影响”、“风险投资战略与绩效”、“风险投资过程”和“风险投资网络”等领域，而对风险投资与企业盈余管理程度的研究，特别是风险投资机构与中小企业在上市过程中盈余管理行为的研究并不多。在应该采用哪个计量模型来衡量盈余管理程度，学术界至今也未能达成一致的共识。在对风险投资的作用进行研究时，也较少考虑风险投资机构在上市公司中的是否拥有董事会席位以及风险投资机构声誉的影响。因此，将我国风险投资业发展现状和创业板市场实际情况与盈余管理相关理论相结合，通过研究我国新兴资本市场中风险投资与盈余管理之间的关系，以此验证深圳创业板市场上的上市公司在 IPO 时是否存在盈余管理行为及风险投资在这过程中所起的作用，是对盈余管理和风险投资学术理论的一种补充。另外，考察第一大风险投资股东的性质以及区分风险投资机构名誉度进行研究，也为风险投资相关领域的研究提供一个新的视角。

国外学者大多在一个较成熟的资本市场背景下对风险投资在企业 IPO 过程中的影响进行研究。然而在我国风险投资的发展还不成熟，创业板推出时间也不长，因此在中国新兴资本市场中风险投资的认证和监督作用还有待考察，而现阶段中国正处于特殊转型期、市场经济体制还不完善等因素可能使很多拟上市的公司为了成功上市而采取各种手段进行盈余管理。所以，通过考察风险投资与创业板上市公司盈余管理程度之间的关系，为完善创业板市场和促进风险投资业的发展提供政策性建议，使我国的资本市场逐渐步入规范。

1.2 文献综述

20 世纪 80 年代, 风险投资作为新的研究主题逐渐进入国外学者的视线, 在 90 年代, 与风险投资相关的研究达到蓬勃发展的阶段。近几年, 西方有关风险投资研究领域主要集中于经济学和管理学两个维度, 经济学维度的风险投资研究领域主要是在“环境对风险投资的影响”、“风险投资对经济的作用以及风险投资的演化”、“国际比较和新兴国家风险投资”, 而管理学维度则集中于“风险投资公司和创业企业相互作用和影响”、“风险投资战略与绩效”、“风险投资过程”和“风险投资网络”。本文仅列出风险投资与 IPO 过程的盈余管理相关的学术研究成果。

1.2.1 国外文献综述

风险投资可能会促进或者减少上市公司的盈余管理行为。Jain 和 Kini(1995)^[1] 在风险投资抑制 IPO 盈余管理的研究在学术界中最具有代表性的, 他们选用具有相似背景(同一时期、同一行业)的上市公司作为样本, 采用样本配对方法将样本公司分成有 VC 背景和无 VC 背景的两组, 他们选用 1976 ~1988 年间在美国上市的有 VC 支持公司与相对应的无 VC 支持公司的 IPO 经营业绩进行实证研究, 并得出结论: 相比于无风险投资背景的企业, 有风险投资背景的企业在 IPO 前的经营业绩更好。同时, 风险投资机构监管的质量与企业上市前的经营业绩呈正相关关系。

Morsfield 和 Tan(2006)^[2] 以 1983~2001 年间 2630 家上市公司作为样本进行的实证研究同样支持风险投资在 IPO 过程中的正面作用, 研究结果表明在 IPO 当年有 VC 支持的公司可操控性应计利润较低, 验证风险投资的“监督”假说。另外, 相比于无风险投资背景的企业, 有风险投资背景的企业盈余管理水平更低并且在上市后业绩表现更好。

赞同风险投资正面作用的还有 Ball 与 Shivakumar(2008)^[3], 作者通过研究发现, 风险投资的参与可以增加公司上市的可预见性, 故风险投资参与的公司盈余管理程度更低。

Chen, Liao 和 Lu (2012)^[4] 探讨在新兴市场中公共风险资本投资 (PVC)

对新兴市场 IPO 公司治理的影响。作者采用 1996 年~2005 年台湾 PVC 投资数据,实证表明 PVC 支持的公司比非 PVC 支持的公司更少参与盈余管理且具有更好的董事会结构。另外,研究结果表明,在新兴市场中,PVC 投资不仅在提供资金时增加了拟上市公司的价值,而且可以帮助它们创造更好的公司治理结构。

除了风险投资自身行为会对 IPO 企业的盈余管理产生影响,风险投资机构的声誉也和 IPO 过程中的盈余管理存在一定的关系。Luo (2006)^[5]发现在锁定期内及锁定期满后两年内,由同一家 VC 支持的上市企业数量越多,该 VC 支持的企业在 IPO 当年的盈余管理程度越小,即两者存在负相关关系。另外,风险投资参股企业的 IPO 盈余管理程度与风险投资机构声誉之间存在负相关关系。如果在 IPO 当年,上市公司采取盈余管理手段增加企业收入,投资者可能在后期会识别这种手段并要求上市公司给予补偿,所以在 IPO 锁定期后的一年由同一家风险投资机构支持的企业 IPO 抑价率较高。如果企业在 IPO 过程中进行盈余操纵,一旦暴露,就会给风险投资机构的声誉造成损害,所以为了维持良好的市场形象,风险投资机构会加强其对参股企业的监督管理。Agrawal 和 Cooper (2010)^[6]验证了上市公司的 IPO 盈余管理程度与风险投资参与与否、风险投资机构的声誉、风险投资机构的经验呈负相关关系,而保荐机构的声誉对上市公司的 IPO 盈余管理并没有正向的监督作用,比起关注名誉成本,保荐机构更关心由企业带来的收益。

也有不少国外学者认为风险投资在企业 IPO 过程中未发挥正面作用。

Mills (2001)^[7]认为风险投资机构为了获取利益,往往通过其对参股企业的影响人为地抬高上市的公司发行价。有些学者认为风险投资的参与未能有效地改善上市公司治理结构,风险投资机构和其他长期投资者之间也缺少有效的沟通。

对于风险投资在 IPO 企业中的不利影响持赞同意见的还有 Cohen 和 Langberg (2009)^[8],作者通过研究发现,有风险投资背景的企业,披露的会计报告收益信息量较少,报告收益的信息量程度与风险投资持股比例、风险投资在董事会中席位呈负相关关系。另外,风险投资参股企业的股票价格并不能如实反映其未来收益状况,由此说明风险投资控制了参股企业的公开披露信息并维护其从投资和所有权控制中获取的短期利益。总的来说,作者表明企业想要通过引入风险投资来获取收益是需要付出代价的。

对于在 IPO 企业盈余管理方面,金融中介机构在其中所起的作用是资本市场的“警察”还是“帮凶”,Lee 和 Masulis(2011)^[9]认为风险投资机构作为一个整体,甚至是高声誉的风险投资机构都未能显著抑制发行人的盈余管理行为,但如果高声誉的保荐机构和高声誉的风险投资机构同时作为发行人的金融中介时,上市公司盈余管理水平显著减少,即表明在监督上市公司减少盈余管理行为方面,高声誉保荐机构和高声誉风险投资机构之间是互补性的关系,而不是互相替代的关系。Gioielli 和 Carvalho (2008)^[10]通过将无 VC 背景的企业与有 VC 背景的 IPO 公司的分组进行对比研究,发现有风险投资背景的 IPO 公司的盈余管理程度比较小。另外,在降低 IPO 公司盈余管理程度方面,审计机构的选择对于具有风险投资背景的企业来说是很重要的,高声誉的审计机构可以减少 IPO 公司的盈余管理行为。

1.2.2 国内文献综述

关于风险投资的学术研究在我国起步较晚,主要研究领域是在风险投资与 IPO 抑价率、VC 背景企业 IPO 前后业绩变化、风险资本的退出机制以及风险投资与 IPO 盈余管理等。

国内学者研究结果表明,在我国不同资本市场中的上市公司在 IPO 过程中普遍存在着盈余管理行为。

林舒和魏明海(2000)^[11]以 1992~1995 年间在我国上市的 A 股上市公司为研究样本,对我国 A 股上市公司盈余管理行为以及 A 股公司在 IPO 前后的经营业绩变化趋势进行实证研究。研究结果表明在 IPO 前两年和前一年样本公司的报告收益是最高的,但在 IPO 当年就出现显著下降而不是继续上升或者略微下降的趋势。作者还认为相比于公用事业类公司,大多数工业类的公司在首次公开募股前都采用不同的盈余管理手段对报告收益做了大幅度的修饰,由于这些企业的盈余管理行为使对外报告盈余与真实盈余之间存在较大的差距,才导致企业上市之后报告盈余因资本市场的作用而大幅下降,向真实盈余靠拢。

陈祥有(2010)^[12]以 2004 年~2009 年中小板市场中 199 家 IPO 公司为样本数据,发现相比于没有 VC 背景的上市公司,有 VC 背景的上市公司在 IPO 前一年的盈余管理程度更低。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库